

## J-REITにおける自己投資口取得について

石原 雅行 CMA

### 目 次

- |                   |                     |
|-------------------|---------------------|
| 1. J-REITの自己投資口取得 | 4. 自己投資口取得実施件数のモデル化 |
| 2. 先行研究           | 5. 自己投資口取得の実施要因     |
| 3. イベント・スタディ      | 6. おわりに             |

J-REIT市場で自己投資口取得を実施した場合、短期的に有意なプラスの超過収益が生じ、「シグナリング仮説」が支持されることを実証し、そのインパクトは米国市場よりも大きいことを明らかにした。また、市場全体のNAV倍率が低い時期に自己投資口取得が生じる傾向があること、自己投資口取得を実施した銘柄群に、NAV倍率が低く時価総額が大きい、という特性があることを見いだした。

### 1. J-REITの自己投資口取得

自社株買いが株式収益率に与える影響は、ファイナンスの重要な研究対象である。当証券アナリストジャーナル誌でも、2021年6月に「不確実性下の自社株買い」という特集が組まれたのは記憶に新しい。自社株買いについては、発表日後にプラスの異常収益率が生じるという実証研究が多いが (Ikenberry *et al.* [1995] など)、その実施要因については、情報の非対称性を背景としたマネジメントによるシグナリング仮説、過剰な内部留保を無駄な投資に回さないというメッセージを伝

えるフリーキャッシュフロー仮説、調達難の難易度の順に資本構成変更を実施していくというベッキングオーダー仮説などがある (太田 [2009] (注1))。株式とは異なり、REITは導管性要件を満たすために当該会計期間の収益のほとんどを分配金として支払う。その結果、内部留保が少なくなり、フリーキャッシュフロー仮説が成立しにくく、シグナリング仮説がこれまで主要な仮説とされてきた (Blau and Holmes[2006])。J-REITにおいては、2008年のGFC (Great Financial Crisis) に起因した市場低迷期の資本調達の課題に対応して、資本政策の選択肢を広げるために自己投資口取得制



石原 雅行 (いしはら まさゆき)

タカラPAG不動産投資顧問(株)代表取締役会長。1989年早稲田大学理工学部卒業、1998年ボストン大学経営大学院修了。経済同友会会員。1989年4月日興証券(現・SMBC日興証券)入社。日興アセットマネジメント(株)を経て、2016年4月よりPAGインベスト・マネジメント(株)。2018年2月より現職。主な訳書に、マーサ・アムラム、ナリン・クラティラカ著『リアル・オプション—経営戦略の新しいアプローチ—』(東洋経済新報社、2001年、共訳)がある。